



Enerya Enerji A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu



14/08/2023

1. Halka Arza İlişkin Bilgiler:

Halka Arz Bilgileri

Borsa Kodu	ENRYA
Halka Arz Fiyatı	88,76 TRY
Halka Arz iskontosu	%20
Halka Arz Tarihleri	14-15-16 Ağustos 2023
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Dağıtım	%70 Yurt İçi Bireysel (Eşit Dağıtım) %25 Yurt İçi Kurumsal %5 Yurt Dışı Kurumsal
Halka Açıklık Oranı	%26,90
Halka Arz Büyüklüğü	3.461.640.000 TRY

Kaynak: Enerya Enerji İzahname

2. Şirketin Faaliyetleri:

Enerya Enerji A.Ş. 18 Temmuz 2006 tarihinde kurulmuş ve 28 Ağustos 2006 tarih ve 6628 sayılı Ticaret Sicil Gazetesinde tescil edilmiştir.

Şirket'in esas faaliyet konusu; doğal gaz toptan ve perakende dağıtımını ve satışı yapmak için kurulmuş veya kurulacak olan bağlı ortaklıklarının sermaye ve yönetimine katılmaktır. Bunun yanı sıra Şirket, sahip olduğu bağlı ortaklıklara operasyonel ve danışmanlık hizmetleri vermektedir.

Şirket, bağlı ortaklıkları aracılığı ile Denizli, Aydın, Antalya, Erzincan, Konya, Ereğli, Niğde, Nevşehir, Karaman, Aksaray olmak üzere toplam 10 bölgede faaliyet gösteren 9 doğal gaz dağıtım şirketinin hakim ortağı konumundadır. Bu şirketler toplu olarak 1.474.142 adet aktif gaz kullanıcı sayısı ile Türkiye'de gaz dağıtım faaliyetlerinde bulunan şirketler arasında 4. sırada yer almaktadır.

3. Ortaklık Yapısı:

Sermaye artırımı ve ortak satışı şeklinde halka arz edilecek olan 39.000.000 TL nominal değerli payların halka arz edilmesi ile halka açıklık oranının 26,90 % olması planlanmaktadır.

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arzdan Önce		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Ahlatçı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş.	A	29.700.000	24,75	29.700.000	20,48
	B	89.939.926	74,95	75.939.926	52,37
Ahlatçı Holding A.Ş.	A	300.000	0,25	300.000	0,21
	B	60.074	0,05	60.074	0,04
Halka Açık Kısım	B	-	-	39.000.000	26,90
Toplam		120.000.000	100,00	145.000.000	100,00

Kaynak: Enerya Enerji İzahname

4. Finansallar

Bilanço Tablosu:

TRY bin TL	2020	2021	2022	2023 1.Ç.
Dönen Varlıklar	754.891	1.632.018	3.926.062	3.719.485
Duran Varlıklar	1.447.696	1.923.566	10.829.175	10.897.714
Toplam Varlıklar	2.202.587	3.555.584	14.755.237	14.617.199
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.729.249	2.384.612	5.795.947	5.400.906
Uzun Vadeli Yükümlülükler	970.854	1.509.094	1.518.639	1.548.963
Özkaynaklar	(497.516)	(338.122)	7.440.651	7.667.330

Kaynak: Enerya Enerji İzahname

Gelir Tablosu:

TRY bin TL	2020	2021	2022	2022 1.Ç.	2023 1.Ç.
Satışlar	2.689.963	3.700.025	12.105.548	3.382.738	6.394.388
Satışların Maliyeti (-)	2.369.956	3.215.317	11.315.825	3.027.600	5.854.456
Brüt Kar	320.007	484.708	789.723	355.319	539.932
Favök Karı	318.063	450.065	828.956	375.849	588.871
Favök Marjı (%)	11,8	12,2	6,8	11,1	9,2
Net Kar	28.971	134.029	309.895	(32.925)	222.682

Kaynak: Enerya Enerji İzahname

6. Değerleme:

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır.

A- Çarpan Analizi:

Şirket ile benzer sektörde faaliyet gösteren yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin FD/Satışlar, FD/FAVÖK, PD/DD ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Buna göre yöntemlerin verdiği sonuçlar aşağıda gösterilmiştir.

FD/Satış Çarpanına göre Değerleme

Yurt İçi Ortalama FD/Satış Çarpanı	1,7
Yurt Dışı Ortalama FD/Satış Çarpanı	2,6
Ağırlıklandırılmış FD/Satış Çarpanı (Yurt İçi %80, Yurt Dışı %20 Ağırlık)	1,9
Net Satış Gelirleri (Son 12 Aylık) – TL	15.117.196.910
Firma Değeri – TL	28.095.196.285
Net Borç (31.03.2023 itibariyle) – TL	-1.231.714.128
Özsermaye Değeri (TL)	29.326.909.413

FD/Favök Çarpanına göre Değerleme

Yurt İçi Ortalama FD/Favök Çarpanı	11,9
Yurt Dışı Ortalama FD/Favök Çarpanı	11,5
Ağırlıklandırılmış FD/Favök Çarpanı (Yurt İçi %80, Yurt Dışı %20 Ağırlık)	11,8
Favök (Son 12 Aylık) – TL	1.041.978.657
Firma Değeri – TL	12.330.585.886
Net Borç (31.03.2023 itibarıyla) – TL	-1.231.714.128
Özsermaye Değeri (TL)	13.562.299.014

F/K Çarpanına göre Değerleme

Yurt İçi Ortalama F/K Çarpanı	11,2
Yurt Dışı Ortalama F/K Çarpanı	14,7
Ağırlıklandırılmış F/K Çarpanı (Yurt İçi %80, Yurt Dışı %20 Ağırlık)	11,9
Net Kar (Son 12 Aylık) – TL	565.501.617
Özsermaye Değeri (TL)	6.734.772.756

PD/DD Çarpanına göre Değerleme

Yurt İçi Ortalama PD/DD Çarpanı	1,9
Yurt Dışı Ortalama PD/DD Çarpanı	1,6
Ağırlıklandırılmış PD/DD Çarpanı (Yurt İçi %80, Yurt Dışı %20 Ağırlık)	1,8
Defter Değeri (31.03.2023 itibarıyla) – TL	6.619.132.460
Özsermaye Değeri (TL)	12.085.166.870

Çarpan Bazlı Değerleme - Sonuç

Yöntem	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)
FD/Satış	29.326.909.413	10
FD/FAVÖK	13.562.299.014	30
F/K	6.734.772.756	30
PD/DD	12.085.166.870	30
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	12.647.362.533	100

B- İndirgenmiş Nakit Akışı (INA):

- Projeksiyonlar 2023-2039 yılları için ve TL bazında yapılmıştır.
- Hisse senedi riski primi %5,5 olarak alınmıştır.
- Risksiz getiri oranı 2023 yılı için %18,7, 2024 yılı için %18,2, 2025 yılı için %17,7, 2026 yılı için %17,2, 2027 yılı ve sonrası için % 16,7 olarak varsayılmıştır.
- Borçlanma maliyetinin projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranınının 4,5 puan üzerinde olacağı varsayılmıştır.
- Beta değeri 1 olarak alınmıştır.

Buna göre *Enerya Enerji* için İNA yöntemi ile **13.980.188.888 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

NİHAİ DEĞERLEME

Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	13.980.188.888	50
Piyasa Çarpanları Analizi	12.647.362.533	50
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	13.313.775.711	
Ödenmiş Sermaye	120.000.000	
Pay Başına Fiyat	110,95	
Halka Arz İskontosu	20,0 %	
Halka Arz Fiyatı	88,76	

Kaynak: Enerya Enerji Fiyat Tespit Raporu

7. Değerleme Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda Şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında verilen bilgiler yeterlidir.
- Çarpan analizinde FD/Satışlar, FD/Favök, F/K ve PD/DD çarpanlarının kullanılmasını ve nisbeten yüksek değer veren FD/Satışlar çarpanına düşük ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpanların ortalaması yerine medyanı alınabilirdi.
- Çarpan analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket çarpanları kullanılmasını makul buluyoruz.
- Şirket'in halka arz sonrasında Yıldız Pazar'da işlem göreceği dikkate alındığında, Yıldız Pazar çarpanları da değerlemeye dahil edilebilirdi.
- İNA'da risksiz faiz oranının %18,7'den kademeli olarak %16,7'ye gerilemesini makul buluyoruz.
- Borçlanma maliyetinin, risksiz faiz oranının 4,5 puan üstünde alınmasını makul buluyoruz.
- Beta değerinin halka arzlarda sıklıkla kullanıldığı şekilde 1 olarak alınmasını makul buluyoruz.
- %5,5 olan alınan piyasa risk primini makul buluyoruz.
- İNA analizinde Şirket bünyesinde yer alan her bir doğal gaz dağıtım şirketinin lisans dönemleri boyunca nakit akışı yaratacağı, lisans döneminin bitişinin ardından ise lisanslarının yenilenmeyeceği varsayılmıştır. Bu doğrultuda sadece 2023-2039 projeksiyon dönemi firma değeri tahmin edilmiş, öte yandan devam eden değer tahmini yapılmamıştır. Bu yaklaşımı makul buluyoruz.
- Nihai değerlemede Çarpan Analizi İNA Analizine %50-50 eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.

Sonuç olarak hesaplanan şirket değeri üzerinden %20 halka arz iskontosu uygulanarak bulunan pay başına 88,76 TL halka arz fiyatının yukarıdaki tespitlerimiz çerçevesinde makul olduğu görüşünderiz.

ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.